

Рост инвестиций в основной капитал экономики региона за счет увеличения заемного финансирования¹

Увеличение инвестиций в основной капитал, необходимое для ускорения темпов роста российских регионов и экономики в целом, требует увеличения финансовых ресурсов. В этой работе рассмотрена возможность увеличения финансовых ресурсов компаний региона за счет привлечения дополнительного заемного финансирования. Предложена методология определения потенциального спроса компаний регионов на заемное финансирование с учетом выполнения нормативных требований к показателям финансовой устойчивости. Произведен учет влияния увеличения долгового финансирования на кредитный рейтинг компании и на стоимость привлечения заемного финансирования. В отличие от работ других авторов, в данной работе учтена структура заемного капитала компании и приводится методология определения изменения коэффициента процентного покрытия (влияющего на кредитный рейтинг компании) при различных вариантах структуры заемного финансирования. Применение разработанной методологии позволило определить потенциал увеличения заемного финансирования компаний региона, необходимого для осуществления инвестиций. Возможный рост для российской экономики в целом составляет 1,7 раза (или 43,5 трлн руб.), в Свердловской области — 1,4 раза, в Тюменской области — 2 раза, в Челябинской области — 1,6 раза, в Курганской области возможности увеличения заемного финансирования отсутствуют. Расширение заемного финансирования российской экономики без снижения кредитного рейтинга возможно при снижении процентных ставок по кредитам нефинансовым компаниям. Результаты исследования могут быть использованы при определении потенциала увеличения спроса на заемное финансирование со стороны компаний, отраслей, регионов и экономики в целом. Направлением дальнейших исследований может явиться рассмотрение возможности снижения ставок процента по кредитам нефинансовым компаниям с точки зрения достижения высоких темпов экономического роста.

Ключевые слова: региональная экономика, региональное развитие, экономический рост, инвестиции, основной капитал, финансовые ресурсы, заемные средства, финансовая устойчивость, кредитный рейтинг, процентные ставки, объем кредитов, нефинансовые компании, обрабатывающие производства

Благодарность

Статья подготовлена в соответствии с Планом НИР Института экономики УрО РАН на 2019–2021 годы.

Для цитирования: Турыгин О. М. Рост инвестиций в основной капитал экономики региона за счет увеличения заемного финансирования // Экономика региона. 2020. Т. 16, вып. 4. С. 1348–1361. <https://doi.org/10.17059/ekon.reg.2020-4-23>

¹ © Турыгин О. М. Текст. 2020.

Oleg M. Turygin

Institute of Economics of the Ural Branch of RAS, Ekaterinburg, Russian Federation
 Ural Federal University, Ekaterinburg, Russian Federation
<http://orcid.org/0000-0002-9381-2352>, e-mail: turigin@mail.ru

Growth of Fixed Capital Investments in the Regional Economy by Increasing Debt Financing

An increase in fixed capital investments is necessary for accelerating the growth of the Russian regions and the economy as a whole and requires increased financial resources. The paper considers the possibility of increasing financial resources of regional companies by attracting additional debt financing. The proposed methodology determines the potential demand for debt financing, considering the performance requirements ensuring financial stability. The paper analyses how an increase in debt financing influences credit rating of a company as well as the cost of debt financing attraction. Unlike other works, this paper considers the debt capital structure of companies. Additionally, the study proposes a methodology for identifying changes in the coefficient of interest coverage (that affects credit rating of companies) depending on various debt financing structures. The application of the developed methodology allowed determining the potential increase in debt financing, which is necessary for the investment of regional companies. Debt financing can increase by 1.7 times (43.5 trillion roubles) in Russia in general, 1.4 times in the Sverdlovsk region, 2 times in the Tyumen region, and 1.6 times in the Chelyabinsk region. There are no opportunities to increase debt financing in the Kurgan region. A reduction in interest rates on loans to non-financial companies allows expanding debt financing of the Russian economy without lowering the credit rating. The study results can be used to determine the potential demand for debt financing from companies, industries, regions and the economy as a whole. Further research may consider the validity of the policy of high interest rates on loans to non-financial companies for achieving high economic growth.

Keywords: regional economy, regional development, economic growth, investment, fixed capital, financial resources, loan funds, financial stability, credit rating, interest rates, credit volume, non-financial companies, manufacturing

Acknowledgements

The article has been prepared in accordance with the plan of Institute of Economics of the Ural Branch of RAS for 2019–2021.

For citation: Turygin, O. M. (2020). Growth of Fixed Capital Investments in the Regional Economy by Increasing Debt Financing. *Ekonomika regiona [Economy of region]*, 16(4), 1348–1361, <https://doi.org/10.17059/ekon.reg.2020-4-23>

Введение

Увеличение темпов роста российской экономики требует существенного роста инвестиций в основной капитал. Характерной особенностью современной производственной деятельности является ее высокая капиталоемкость. В большинстве случаев собственных финансовых ресурсов компании бывает недостаточно для существенного увеличения инвестиций в основной капитал и прирост оборотного капитала. Привлечение заемного финансирования позволяет увеличить объем финансовых ресурсов компании, необходимых для роста инвестиций. Определение потенциального спроса экономики на рост заемного финансирования при сохранении финансовой устойчивости — важная теоретическая и практическая задача.

Оптимальное соотношение между собственным и заемным капиталом, с точки зрения владельцев компании, — такое, которое позволяет получить максимальную доходность, как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. С точки зрения проведения государственной политики по достижению более высоких темпов экономического роста более важной задачей является увеличение выпуска продукции и повышение ее качества. Таким обра-

зом, хотя цели владельцев компаний и государства могут совпадать не полностью, увеличение финансовых ресурсов компаний, в том числе за счет заемных средств, и направление их на инвестиции в основной капитал, является приоритетной задачей для российской экономики.

Теория

Повышение темпов роста российской экономики требует, в первую очередь, увеличения инвестиций. Как было отмечено Дж. М. Кейнсом [1, с. 292], одной из причин недостаточного объема инвестиций в основной капитал является высокая процентная ставка по кредитам относительно доходности получаемой в реальном секторе экономики. Более высокая доходность и ликвидность финансовых вложений относительно вложений в большинстве отраслей реального сектора также являются причиной недостаточного объема инвестиций в производственную деятельность. Согласно гипотезе финансовой нестабильности Х. Мински [2, с. 260], финансовые рынки могут создавать собственные движущие силы, порождающие волны кредитного расширения и раздувания цен активов, за которыми следуют волны обесценивания активов и кредитного

сжатия, что приводит к банкротству компаний. Избыточная величина долгового финансирования в условиях, когда доходность операционной деятельности является недостаточной для выплаты процентов и возврата основной суммы долга, приводит к накоплению финансовой хрупкости [2, с. 319], что увеличивает вероятность возникновения кризисов.

Объем привлекаемого компаниями долгового финансирования зависит от макроэкономических условий, в частности от политики органов денежно-кредитного регулирования. Слишком высокое значение ключевой ставки, устанавливаемое Центральным Банком, приводит к росту стоимости кредитных ресурсов, что снижает возможности привлечения финансовых ресурсов необходимых для осуществления инвестиций и замедляет темпы экономического роста. Основные направления денежно-кредитной политики государства с целью создания внутренних источников долгосрочного кредита, по мнению С.Ю. Глазьева [3] и В.В. Ивантера [4], должны включать в себя меры по расширению кредитования нефинансовых предприятий по сниженным процентным ставкам. Одним из условий увеличения финансирования производственных инвестиций является развитие эффективной системы государственного регулирования финансового рынка и контроля над направлениями использования ресурсов банковской системой.

Основной целью функционирования компании, с точки зрения ее владельцев, является получение максимального дохода, который формируется за счет распределяемой прибыли и увеличения рыночной стоимости компании. Одним из инструментов достижения этой цели является формирование оптимальной структуры финансирования с целью минимизации стоимости капитала компании и сохранения ее финансовой устойчивости. Использование заемного капитала имеет для компании определенные преимущества. Во-первых, процентные платежи по заемным средствам позволяют снизить величину налога на прибыль, что приводит к снижению стоимости заемного капитала для компании [5, с. 420]. Во-вторых, процентные платежи как плата за использование заемных средств являются фиксированной величиной. Если величина получаемой компанией прибыли является положительной, то финансовые ресурсы компании за счет привлечения заемного финансирования увеличиваются. В то же время, использование заемного капитала повышает риск компании, связанный с необходимостью осуществления обязатель-

ных платежей по обслуживанию долга, неисполнение которых может привести к банкротству компании. Таким образом, обеспечение финансовой устойчивости компании требует определения рациональной структуры капитала с учетом ограничения максимального уровня долговой нагрузки [6].

Вопрос определения оптимальной структуры капитала компании рассматривается в многочисленных научных работах [7–13]. Согласно теореме Модильяни — Миллера [14], использование собственного и заемного капитала с точки зрения максимизации стоимости фирмы является равнозначным. Теорема выполняется в условиях совершенного рынка капитала и низкой величины транзакционных издержек, связанных с привлечением заемного финансирования. Однако эти условия во многих случаях не выполняются, особенно на развивающихся рынках. Теория компромисса [15, 16] учитывает как преимущества заемного финансирования, связанные со снижением стоимости заемного капитала в результате эффекта «налогового щита»¹, так и возникающие при избыточном росте долгового финансирования недостатки, заключающиеся в снижении финансовой устойчивости и увеличении риска банкротства компании. Оптимальным является такой уровень задолженности, при котором величина экономии по налогу на прибыль равна издержкам, связанным с увеличением вероятности банкротства компании при росте задолженности. В исследованиях [17, 18] отмечается, что увеличение корпоративного долга оказывает на компанию дисциплинирующее влияние, так как угроза дефолта ограничивает менеджмент компании в принятии избыточных рисков. Теория иерархии финансирования [19, 20] рассматривает приоритетность использования источников финансирования в зависимости от их стоимости. Предпочтительнее всего использовать внутренние источники капитала компании (амортизацию и нераспределенную прибыль), после этого можно использовать внешние займы и в последнюю очередь следует прибегать к финансированию за счет эмиссии дополнительных акций. В некоторых исследованиях [21, 22] отмечается, что значительный объем основных средств компании (о чем свидетельствует высокое значение показателя фондовооруженности) может использоваться в качестве залогового обеспечения для привлечения кредитов, что увеличивает воз-

¹ Проценты за кредит вычитаются из прибыли до налогообложения, следовательно, снижается величина налога на прибыль.

Таблица 1

Накоплено заемных средств (с учетом переоценки), РФ, все отрасли экономики, крупные и средние организации*, 2018 г.

Table 1

Loan funds accumulated (after revaluation), Russian Federation, all economic sectors, large and medium-sized organisations, 2018

Вид заемных средств	Объем накопленных заемных средств	
	млрд руб.	%
Всего	66 866	100
Кредиты банков:	27 384	41,0
кредиты банков-резидентов	23 470	35,1
кредиты банков-нерезидентов	3 914	5,9
Бюджетные кредиты	40,4	0,06
Займы, полученные от других организаций:	32 416	48,5
организаций-нерезидентов	9 153	13,7
организаций-резидентов:	23 263	34,8
нефинансовых организаций	17 180	25,7
страховщиков и негосударственных пенсионных фондов (НПФ)	16	0,02
других финансовых организаций	5 657	8,5
населения и некоммерческих организаций, обслуживающих население	409	0,6
Выпущенные долговые ценные бумаги	7 025	10,5

* Юридические лица (кроме субъектов малого предпринимательства, кредитных организаций, государственных (муниципальных) учреждений, некредитных финансовых организаций, организаций, у которых в течение двух предыдущих лет средняя численность работников не превышает 15 чел., включая работающих по совместительству и договорам гражданско-правового характера, и в течение двух предыдущих лет годовой оборот организации не превышает 800 млн руб.). Источник данных: расчеты автора по данным Росстата (см.: Росстат. Федеральная служба государственной статистики. Доступ из Единой межведомственной информационно-статистической системы (ЕМИСС) URL: (дата обращения: 03.06.2020), Информационно-аналитической системы Fira Pro URL: (дата обращения: 03.06.2020)).

возможности компании по привлечению финансовых ресурсов. В исследовании, посвященном практике российских компаний [23], отмечается, что решения о структуре капитала компании в большинстве случаев принимаются в соответствии с теорией иерархии или теорией компромисса, то есть, в первую очередь, для финансирования инвестиций используется прибыль компании как самый дешевый источник финансирования. Существенная неоднородность уровня долговой нагрузки по отраслям экономики в значительной степени обусловлена различиями в рентабельности, доле основных средств, уровне оборотного капитала компаний. В некоторых отраслях, например в сельском хозяйстве, производстве сельскохозяйственной техники, производстве автотранспортных средств, положительное влияние на финансовое состояние предприятий оказывают программы государственной поддержки, такие как субсидирование процентных ставок. Важным, но пока недостаточно эффективно используемым источником финансирования может стать изъятие получаемых добывающими отраслями рентных доходов и направление их на развитие обрабатывающих производств, транспортной и энергетической инфраструктуры, модернизация кото-

рых являются необходимым условием ускорения экономического роста [24, 25]. Оптимизация взаимодействия фискальных и монетарных органов власти и развитие импортозамещения также являются важными условиями увеличения инвестиций в основной капитал [26–28].

Данные и методы

Основными источниками финансовых ресурсов компании являются собственные и заемные средства.

Анализ использования собственных средств компаний [29] показал возможность существенного увеличения инвестиций в основной капитал путем корректировки распределения прибыли между дивидендными выплатами и инвестициями в основной капитал.

Рассмотрим возможности увеличения финансовых ресурсов регионов и отраслей за счет привлечения дополнительного заемного финансирования. В структуре заемных средств российских компаний наибольший вес составляют кредиты банков-резидентов и займы нефинансовых организаций-резидентов (табл. 1).

Данные о структуре накопленных заемных средств по отраслям и регионам приведены в таблице 2. В региональном разрезе рас-

Таблица 2

Задолженность по полученным кредитам и займам (млрд руб.), структура накопленных заемных средств (%), отрасли ОКВЭД2, крупные и средние организации*, 2018 г.

Table 2

Debt on received credits and loans, billion roubles, structure of loan funds accumulated, %, sectors of OKVED (Russian National Classifier of Economic Activities), large organisations, 2018

Отрасль по ОКВЭД	Показатели отрасли по регионам		
	РФ	г. Москва	УрФО
Все отрасли экономики ОКВЭД	62207 (35;6 26;9;14 11)	26138 (27;6 22;14;15 17)	7647 (35;11 30;1;16 7)
(A) Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство	1979 (76;0 17;3;3 1)	52,3 (95;0 2;0;0 2)	69,6 (78;0 10;0;0 11)
(B) Добыча полезных ископаемых	6590 (22;3 60;4;11 0)	251 (33;0 50;1;6 10)	1728 (19;0 76;2;3 0)
(06) Добыча сырой нефти и природного газа	2538 (27;0 57;3;13 0)	117 (14;0 71;0;14 0)	841 (34;0 63;0;4 0)
(C) Обрабатывающие производства	21489 (38;9 20;4;11 18)	7917 (23;11 22;1;6 37)	2179 (64;7 16;2;2 9)
(19.2) Производство нефтепродуктов	9531 (20;9 26;6;6 33)	6682 (13;12 24;0;6 44)	471 (67;0 22;3;0 8)
(20.15) Производство удобрений и азотных соединений	1318 (53;27 5;3;3 9)	282 (100;0 0;0;0 0)	нд
(24) Производство металлургическое	3163 (41;14 14;1;29 2)	98,2 (23;0 59;3;15 0)	1090 (67;13 14;1;3 2)
Остальные обрабатывающие производства	7477 (60;3 17;3;11 6)	856 (70;1 12;9;8 0)	618 (56;3 13;2;3 24)
(D) обеспечение электрической энергией, газом и паром	2415 (50;1 26;12;7 3)	750 (20;1 24;44;7 2)	117 (41;9 17;1;33 0)
(E) водоснабжение; водоотведение,	101 (66;2 24;2;1 5)	6,7 (49;0 38;3;0 9)	5,1 (80;1 19;1;0 0)
(F) Строительство	1507 (53;4 32;4;5 2)	423 (60;2 25;5;6 2)	76,7 (52;0 40;7;1 1)
(G) Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспорта	10975 (23;14 25;5;31 3)	6323 (10;13 34;6;35 2)	2283 (14;32 1;0;46 7)
(46.71) Торговля оптовая твердым, жидким и газообразным топливом	6267 (9;24 20;0;43 4)	3883 (4;21 30;0;43 2)	2156 (11;33 0;0;47 8)
(H) Транспортировка и хранение	4245 (32;3 18;18;15 13)	2268 (28;3 5;27;19 19)	232 (36;0 57;6;1 0)
(I) Деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	371 (59;5 22;2;12 1)	103 (64;8 16;0;11 0)	21,2 (26;0 64;7;2 0)
(J) Деятельность в области информации и связи	1863 (53;4 18;11;7 7)	1431 (50;4 20;13;9 5)	2,4 (36;0 61;2;0 0)
(61) Деятельность в сфере телекоммуникаций	1590 (55;5 12;12;7 8)	1201 (53;4 13;15;9 6)	0,965 (100;0 0;0;0 0)
(K) Деятельность финансовая и страховая	4429 (41;0 14;20;6 19)	3225 (38;0 13;23;6 19)	343 (55;0 8;0;6 31)
(L) Деятельность по операциям с недвижимым имуществом	2307 (33;1 32;8;16 10)	813 (38;1 16;8;25 13)	362 (20;0 77;0;2 0)
(M) Деятельность профессиональная, научная и техническая	3399 (29;0 30;24;12 5)	2355 (24;0 26;32;12 6)	200 (75;0 21;1;2 0)
(N) Деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	301 (23;0 59;4;13 1)	107 (нд)	19,8 (нд)

* Юридические лица (кроме субъектов малого предпринимательства, кредитных организаций, государственных (муниципальных) учреждений, некредитных финансовых организаций, организаций, у которых в течение двух предыдущих лет средняя численность работников не превышает 15 чел., включая работающих по совместительству и договорам гражданско-правового характера, и в течение двух предыдущих лет годовой оборот организации не превышает 800 млн руб.).

Продолжение табл. на след. стр.

Продолжение табл. 2

Отрасль по ОКВЭД	Показатели отрасли по регионам			
	Курган. обл.	Свердл. обл.	Тюмен. обл.	Челяб. обл.
Все отрасли экономики ОКВЭД	57,5 (53;1 24;6;1 0)	1285 (65;3 26;1;3 1)	5635 (25;13 33;1;0 8)	668 (52;17 12;2;0 5)
(А) Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство	1,7 (77;0 22;1;0 0)	17,7 (70;0 11;1;1 16)	18,3 (82;0 18;0;0 0)	31,9 (81;0 3;0;0 16)
(В) Добыча полезных ископаемых	0,247 (0;0 38;20;42 0)	6,1 (67;0 12;0;20 0)	1681 (17;0 78;2;0 0)	41,2 (57;0 26;10;0 0)
(06) Добыча сырой нефти и природного газа	нд	нд	841 (34;0 62;0;0 0)	нд
(С) Обрабатывающие производства	36,3 (67;0 25;7;2 0)	986 (75;4 17;1;3 1)	676 (52;2 19;2;0 24)	480 (58;25 8;1;0 6)
(19.2) Производство нефтепродуктов	нд	нд	471 (67;0 23;3;0 8)	нд
(20.15) Производство удобрений и азотных соединений	нд	нд	нд	нд
(24) Производство металлургическое	0,437 (0;0 0;0;100 0)	742 (72;4 19;1;3 0)	нд	348 (55;31 4;1;0 8)
Остальные обрабатывающие производства	35,9 (67;0 26;7;1 0)	245 (82;2 10;1;2 4)	205 (15;8 9;1;0 63)	132 (70;0 23;2;0 0)
(D) обеспечение электрической энергией, газом и паром	14,8 нд	45,1 (65;13 22;0;0 0)	35,5 (81;0 14;4;0 1)	21,9 (9;0 15;0;0 0)
(Е) водоснабжение; водоотведение	0,364 (нд)	3,9 (84;1 15;0;0 0)	0,884 (49;0 46;4;0 0)	0,038 (нд)
(F) Строительство	1,9 (100;0 0;0;0 0)	18 нд	51,1 (57;0 31;10;0 1)	5,7 (80;0 19;2;0 0)
(G) Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспорта	1,6 (11;0 45;44;0 0)	91,4 (59;0 26;4;11 0)	2168 (12;33 0;0;0 8)	22 (26;0 27;30;0 0)
(46.71) Торговля оптовая твердым, жидким и газообразным топливом	нд	0,234 (70;0 12;17;0 0)	2155 (11;33 0;0;0 8)	0,256 (100;0 0;0;0 0)
(H) Транспортировка и хранение	0,067 (81;0 19;0;0 0)	19,5 (92;0 1;0;7 0)	210 (31;0 62;7;0 0)	1,7 (41;0 58;0;0 0)
(I) Деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	0,006 (нд)	15,3 (25;0 72;0;3 0)	3,2 (30;0 34;36;0 0)	2,7 (нд)
(J) Деятельность в области информации и связи	нд	1,2 (86;0 9;6;0 0)	0,89 (0;0 100;0;0 0)	0,349 (нд)
(61) Деятельность в сфере телекоммуникаций	нд	0,961 (100;0 0;0;0 0)	0,004 (нд)	нд
(K) Деятельность финансовая и страховая	нд	6,4 (74;8 10;7;1 0)	334 (54;0 7;0;0 33)	2,4 (78;0 16;0;0 0)
(L) Деятельность по операциям с недвижимым имуществом	0,003 (0;0 100;0;0 0)	43,9 (52;0 41;0;4 0)	307 (11;0 88;0;0 0)	10,6 (32;0 13;0;0 0)
(M) Деятельность профессиональная, научная и техническая	0,262 (0;0 100;0;0 0)	15,3 (19;0 74;0;6 0)	137 (89;0 7;1;0 0)	47,3 (54;0 45;0;0 1)
(N) Деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	нд	7,4 (нд)	12,5 (нд)	0,004 нд

Примечания:

1. Структура информации, представленной в таблице: первое значение — объем задолженности в млрд руб; в скобках — структура накопленной задолженности в %: 1) кредиты банков-резидентов, 2) кредиты банков-нерезидентов, 3) займы нефинансовых организаций-резидентов, 4) займы других организаций-нерезидентов, 5) займы страховщиков-резидентов, негосударственных пенсионных фондов (НПФ), других финансовых организаций-резидентов, некоммерческих организаций-резидентов, обслуживающих население, 6) выпущенные долговые ценные бумаги. 2. «нд» — нет данных.

Источник данных: расчеты автора по данным Росстата (Федеральная служба государственной статистики. Доступ из Единой межведомственной информационно-статистической системы (ЕМИСС). URL: (дата обращения: 03.06.2020), информационно-аналитической системы Fira Pro. URL: (дата обращения: 03.06.2020)).

смотрены: г. Москва, так как там зарегистрирована значительная часть головных офисов крупных российских вертикально интегрированных компаний, а также регионы УрФО, так как в них сосредоточена значительная часть выпуска производимой в РФ продукции. В качестве объектов анализа в отраслевом разрезе в составе обрабатывающих производств отдельно рассмотрены отрасли добычи сырой нефти и природного газа, производства нефтепродуктов, металлургического производства, производства удобрений и азотных соединений, оптовой торговли твердым, жидким и газообразным топливом. Значительная часть продукции этих отраслей направляется на экспорт, что позволяет компаниям привлекать займы зарубежных банков по низкой процентной ставке под залог экспортной выручки. Остальные обрабатывающие производства, включающие в себя производство продукции машиностроения, электронных компонентов и других видов инвестиционной продукции, необходимо рассмотреть с точки зрения производства продукции, необходимой для перехода российской экономики от модели сырьевого роста к модели инновационного развития.

Большая часть общего объема заемных средств экономики сосредоточена в отраслях добычи полезных ископаемых (6590 млрд руб.), торговли (10975 млрд руб.), обрабатывающих производствах (21489 млрд руб.). В обрабатывающих производствах более половины заемных средств сосредоточено в отраслях производства нефтепродуктов (9531 млрд руб.), металлургического производства (3163 млрд руб.), производства удобрений и азотных соединений (1318 млрд руб.). Заемные средства всех остальных обрабатывающих производств составляют в сумме 7477 млрд руб.

Определим потенциал увеличения заемного финансирования регионов и отраслей с учетом недопущения избыточного риска, связанного с ростом долговой нагрузки компаний.

Уровень долговой нагрузки компании может быть описан с помощью нескольких групп показателей.

1. Показатели структуры капитала компании:

1.1) коэффициент финансового рычага (отношение общей задолженности к совокупной величине активов);

1.2) коэффициент соотношения заемных и собственных средств ($K_{зс}$)

$$K_{зс} = \frac{ЗК}{СК} 100\%, \quad (1)$$

где ЗК — заемный капитал; СК — собственный капитал.

2. Показатели, характеризующие способность компании погашать долговые обязательства:

2.1) показатели ликвидности (характеризующие наличие у предприятия оборотных средств в объеме теоретически достаточном для погашения краткосрочных обязательств);

2.2) коэффициент обслуживания долга (отношение платежей по выплате процентов и возврату основной суммы долга к величине текущего дохода);

2.3) коэффициент процентного покрытия ($K_{\text{проц. покр}}$):

$$K_{\text{проц. покр}} = \frac{EBIT}{\text{Проц}}, \quad (2)$$

где $EBIT$ — прибыль от операционной деятельности до выплаты процентов и налогов; Проц — проценты по кредитам и займам.

С учетом того, что компания обычно имеет возможность рефинансирования долга (погашение долговых обязательств сопровождается принятием новых), коэффициент процентного покрытия представляется более важным показателем.

3. Оценка способности компании обслуживать долговые обязательства может быть произведена путем сравнения требуемой доходности по долговым обязательствам с показателями рентабельности компании:

3.1) рентабельность капитала компании (ROC) — отношение прибыли до вычета процентов и налогов к капиталу;

3.2) рентабельность активов (ROA) — отношение сальдированного финансового результата (прибыль минус убыток) к общей величине активов.

3.3) рентабельность инвестированного капитала ($ROIC$) — отношение прибыли до вычета процентов к капиталу, инвестированному в операционную деятельность компании (основные средства, нематериальные активы, результаты исследований и разработок, поисковые активы, прочие внеоборотные активы, запасы) [29];

3.4) рентабельность продаж (ROS) — отношение прибыли от продаж к сумме себестоимости продукции, коммерческих и управленческих расходов. Так как себестоимость продукции включает в себя амортизационные отчисления, ROS также косвенно учитывает затраты на инвестиции в основной капитал.

Согласно Методологическим рекомендациям по проведению анализа финансово-хо-

Таблица 3

Коэффициент соотношения заемных и собственных средств Кзс, %; возможный рост задолженности; коэффициент процентного покрытия Кпроц.покp; крупные и средние организации*, 2018 г.

Table 3

The ratio of debt and own funds, %; possible increase in debt; coefficient of interest coverage; large and medium-sized organizations, 2018

Отрасль экономики ОКВЭД	Показатели отрасли по регионам						
	РФ	г. Москва	УрФО	Курган. обл.	Свердл. обл.	Тюмен. обл.	Челяб. обл.
Все отрасли экономики ОКВЭД	59(1,7) 5,6	56(1,8) 4,7	54(1,8) 9,8	140(0,7) 4,2	71(1,4) 5	50(2) 13	70(1,4) 5,9
(А) Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство	87(1,1) 3,9	— 1,7	49(2) 3,2	39(2,6) 6,3	41(2,5) 5,2	38(2,6) 2,9	70(1,4) 2,5
(В) Добыча полезных ископаемых	38(2,7) 14	98(1) 6,9	20(4,9) 32	4(25) 29	5(19) 106	20(4,9) 33	141(0,7) 4
(06) Добыча сырой нефти и природного газа	19(5,3) 27	240(0,4) 15	10(9,5) 53	нд нд	нд нд	10(9,5) 53	нд нд
(С) Обрабатывающие производства	109(0,9) 4,8	203(0,5) 4,7	82(1,2) 5,3	474(0,2) 5,8	106(0,9) 4,5	69(1,4) 5,8	66(1,5) 6,8
(19.2) Производство нефтепродуктов	163(0,6) 5,9	281(0,4) 6,1	75(1,3) 8,1	нд нд	нд нд	75(1,3) 8,1	нд нд
(20.15) Производство удобрений и азотных соединений	187(0,5) 1,6	— —	нд нд	нд нд	нд нд	нд нд	нд нд
(24) Производство металлургическое	94(1,1) 7,2	29(3,5) 13	104(1) 6,3	192(0,5) 7,4	128(0,8) 5,3	0 нд	75(1,3) 8,2
Остальные обрабатывающие производства	76(1,3) 3,9	66(1,5) 3,8	64(1,6) 2,4	483(0,2) 5,8	69(1,4) 2,9	59(1,7) —	51(2) 3,9
(D) обеспечение электрической энергией, газом и паром	26(3,9) 5,1	16(6,3) 9,6	17(5,7) 7,3	144(0,7) 1,6	24(4,1) 3,4	8(13) 20	93(1,1) 2,2
(Е) водоснабжение; водоотведение,	8(12) 8,1	2(66) 49	8(12) 16	27(3,8) 2,4	14(7,4) 15	3(29) 16	0(219) 257
(F) Строительство	72(1,4) 2,7	63(1,6) 2,2	62(1,6) 6,3	73(1,4) 4,9	65(1,5) 5,1	63(1,6) 6,7	50(2) 4,2
(G) Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспорта	55(1,8) 5,3	41(2,5) 6,5	423(0,2) 1,4	27(3,8) 2,6	87(1,2) 4,5	553(0,2) 1	60(1,7) 6
(46.71) Торговля оптовая твердым, жидким и газообразным топливом	47(2,1) 5,2	33(3,1) 6,6	572(0,2) 0,9	нд нд	8(12) 56	578(0,2) 0,9	25(4,1) 6,7
(H) Транспортировка и хранение	29(3,5) 5	25(4,1) 4,1	34(2,9) 5,7	7(15) 15	29(3,4) 5,9	35(2,9) 5,5	49(2) 11
(I) Деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	202(0,5) 2,2	105(1) 7,1	— —	5(18) —	— —	178(0,6) 1,6	— —
(J) Деятельность в области информации и связи	88(1,1) 3,8	94(1,1) 3,8	14(7,2) 22	0 нд	16(6,4) 26	18(5,4) 8,9	7(14) 26
(61) Деятельность в сфере телекоммуникаций	112(0,9) 2,4	121(0,8) 2,7	36(2,8) 10	нд нд	57(1,8) 8,4	1(92) —	0 нд
(K) Деятельность финансовая и страховая	112(0,9) 1,7	93(1,1) 1,9	530(0,2) 1,3	нд нд	45(2,2) 3	743(0,1) 1,2	45(2,2) 5,9
(L) Деятельность по операциям с недвижимым имуществом	98(1) 3,1	100(1) 5,3	249(0,4) —	1(68) —	59(1,7) 2,2	484(0,2) —	144(0,7) 0,4

Окончание табл. на след. стр.

Окончание табл. 3.

Отрасль экономики ОКВЭД	Показатели отрасли по регионам						
	РФ	г. Москва	УрФО	Курган. обл.	Свердл. обл.	Тюмен. обл.	Челяб. обл.
(М) Деятельность профессиональная, научная и техническая	51(2) 3,9	57(1,8) 2,9	56(1,8) 8,8	77(1,3) 21	16(6,3) –	66(1,5) 10	90(1,1) –
(N) Деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	44(2,3) 7,3	31(3,2) 5,7	19(5,3) 25	0 187	7(13) 78	220(0,5) 3,9	4(28) нд

Примечания:

1) «–» — коэффициент имеет отрицательное значение; 2) «нд» — нет данных.

Источник данных: расчеты автора по данным Росстата (Росстат. Федеральная служба государственной статистики. Доступ из Единой межведомственной информационно-статистической системы (ЕМИСС). (дата обращения: 03.06.2020), Информационно-аналитической системы (Fira Pro). (дата обращения: 03.06.2020)).

* Юридические лица (кроме субъектов малого предпринимательства, кредитных организаций, государственных (муниципальных) учреждений, некредитных финансовых организаций, организаций, у которых в течение двух предыдущих лет средняя численность работников не превышает 15 чел., включая работающих по совместительству и договорам гражданско-правового характера, и в течение двух предыдущих лет годовой оборот организации не превышает 800 млн руб.).

зяйственной деятельности организаций¹, рекомендуемое значение коэффициента соотношения заемных и собственных средств не должно превышать 100 %.

Фактическое значение коэффициента $K_{\text{зс}}$ в целом по экономике составляет 57 %. В большинстве отраслей и регионов значение этого коэффициента не превосходит 100 % (табл. 3). Следовательно, с точки зрения сохранения финансовой устойчивости для экономики в целом и для большинства отраслей и регионов имеется резерв привлечения дополнительных заемных средств без потери финансовой устойчивости.

Рост заемного финансирования потребует увеличения расходов на выплату процентов, следовательно, изменится величина коэффициента процентного покрытия. Коэффициент процентного покрытия по экономике в целом составляет 5,6 (табл. 3), что соответствует достаточно высокому кредитному рейтингу компаний (A+), выставляемому ведущими зарубежными рейтинговыми агентствами (табл. 4).

Проценты по кредитам и займам из всех источников в относительном выражении (r) — отношение величины расходов по выплате процентов к накопленной величине заемных средств (рис.). Средневзвешенные процентные ставки по кредитам банков длительное время превышали рентабельность продаж или были близки к ней (рис.), что свидетельствует об экономической нецелесообразности привлечения

¹ Методологические рекомендации по проведению анализа финансово-хозяйственной деятельности организаций (утв. Госкомстатом России 28.11.2002) [Электронный ресурс]. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс» (дата обращения: 03.06.2020).

Таблица 4

Зависимость кредитного рейтинга компании от величины коэффициента процентного покрытия

Table 4

Dependence of credit rating of a company on the coefficient of interest coverage

Значения	Рейтинг
> 8,5	AAA
6,50–8,50	AA
5,50–6,50	A+
4,25–5,50	A
3,00–4,25	A–
2,50–3,00	BBB
2,00–2,50	BB
1,75–2,00	B+
1,50–1,75	B
1,25–1,50	B–
0,80–1,25	CCC
0,65–0,80	CC
0,20–0,65	C
< 0,65	D

Источник данных: [30, с. 546].

дополнительного банковского кредитования по существующим процентным ставкам банковской системы для большинства компаний.

Модель

Найдем потенциальный спрос на увеличение заемного финансирования с учетом сохранения финансовой устойчивости и кредитного рейтинга компаний.

1. Как отмечалось выше, согласно Методологическим рекомендациям по проведению анализа финансово-хозяйственной деятельности организаций, рекомендуемое значение коэффициента соотношения заемных

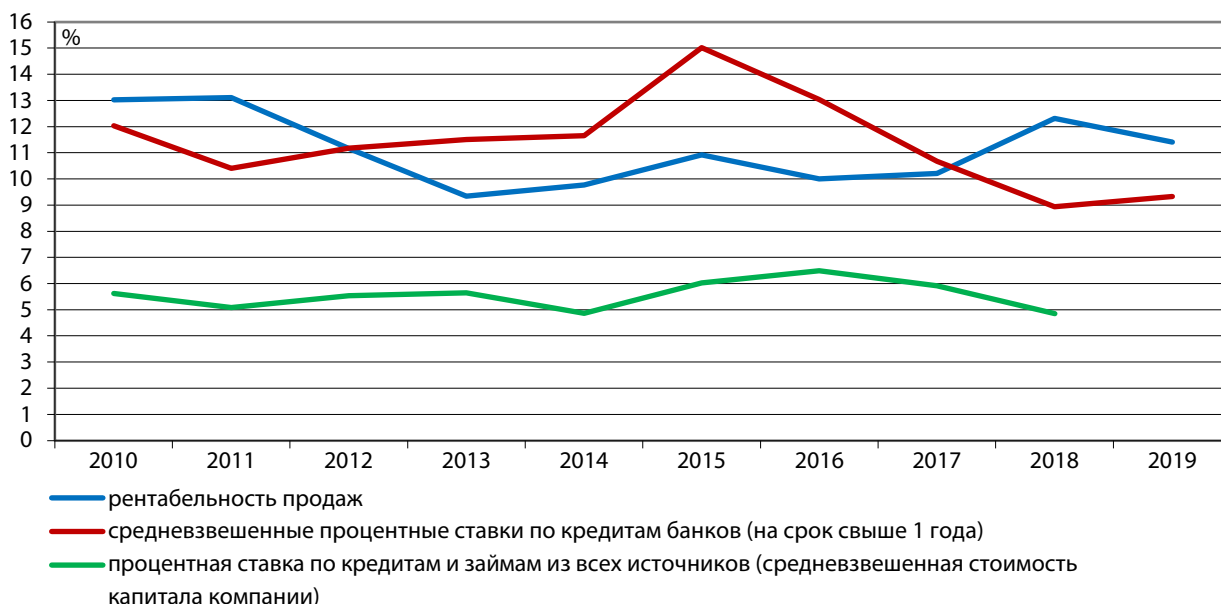


Рис. Процентные ставки по заемным средствам, рентабельность продаж, %, РФ, на конец года, нефинансовые организации (источник: расчеты автора по данным Росстата (см.: Росстат. Федеральная служба государственной статистики. Доступ из Единой межведомственной информационно-статистической системы (ЕМИСС) URL: (дата обращения: 03.06.2020)))

Fig. Interest rates on loan funds, return on sales, %, Russian Federation, at the end of the year, non-financial organisations

и собственных средств должно быть меньше или равно 100 %.

Обозначим исходную величину заемного капитала как $ЗК_0$. Из формулы (1) следует:

$$ЗК_0 = K_{зс} \cdot СК, \quad (3)$$

где $K_{зс}$ — текущее (фактическое) значение коэффициента соотношения заемных и собственных средств.

Новую величину заемного капитала при его увеличении до достижения уровня при котором $K_{зс} = 100$ % обозначим как $ЗК_1$:

$$ЗК_1 = K_{зс} \cdot СК = 100 \cdot СК. \quad (4)$$

Следовательно, до достижения уровня $K_{зс} = 100$ %, заемный капитал может быть увеличен в k раз:

$$k = ЗК_1 / ЗК_0 = 100 \cdot СК / K_{зс} \cdot СК = 100 / K_{зс}. \quad (5)$$

2. Найдем новое значение коэффициента процентного покрытия (см. (2)) при увеличении заемного капитала в k раз.

2.1. Найдем, во сколько раз увеличится прибыль $EBIT$ при росте заемного капитала.

Предположим, что при росте капитала компании за счет увеличения заемного капитала рентабельность капитала (ROC) остается постоянной¹,

$$ROC = EBIT / \text{Капитал} = b = \text{const}, \quad (6)$$

тогда

$$EBIT = ROC \cdot \text{Капитал} = b \cdot \text{Капитал}. \quad (7)$$

С учетом того что

Капитал =

$$= \text{собственный капитал}(СК) + \text{заемный капитал}(ЗК), \quad (8)$$

получим:

$$EBIT = b \cdot (СК + ЗК). \quad (9)$$

Обозначим исходную величину прибыли как $EBIT_0$.

При увеличении заемного капитала в k раз, прибыль $EBIT_1$ будет равна:

$$EBIT_1 = b \cdot (СК + k \cdot ЗК), \quad (10)$$

следовательно, рост прибыли будет равен:

$$\begin{aligned} EBIT_1 / EBIT_0 &= \\ &= b \cdot (СК + k \cdot ЗК) / b \cdot (СК + ЗК) = \\ &= (СК + k \cdot ЗК) / (СК + ЗК). \end{aligned}$$

С учетом того, что

$$ЗК = K_{зс} \cdot СК, \text{ (см. (1))}, \quad (11)$$

рост прибыли составит:

¹ В российской экономике самым дефицитным фактором производства является капитал, следовательно, увеличение использования капитала в достаточно широких пределах не столкнется с ограничениями со стороны других фак-

торов (труд, природные ресурсы). Таким образом, эффект убывающей отдачи факторов производства при увеличении их использования будет оказывать пренебрежимо малое влияние.

$$\begin{aligned}
EBIT_1 / EBIT_0 &= \\
&= (СК + k \cdot K_{зс} \cdot СК) / (СК + K_{зс} \cdot СК) = \\
&= СК \cdot (1 + k \cdot K_{зс}) / СК \cdot (1 + K_{зс}) = \\
&= (1 + k \cdot K_{зс}) / (1 + K_{зс}). \quad (12)
\end{aligned}$$

При увеличении заемного капитала до уровня, при котором $K_{зс} = 100\% = 1$, получим:

$$EBIT_1 / EBIT_0 = (1 + k) / 2, \quad (13)$$

следовательно,

$$EBIT_1 = EBIT_0 \cdot (1 + k) / 2. \quad (14)$$

Итак, рост заемного капитала в k раз приведет к увеличению прибыли $EBIT$ в $(1 + k)/2$ раз (15).

2.2. Найдем увеличение процентных платежей, которое произойдет при росте заемного финансирования.

2.2.1. Первоначально предположим, что при росте заемного капитала структура заемных средств компании останется неизменной и процентные платежи в относительном выражении останутся неизменными. В таком случае процентные платежи в абсолютном выражении вырастут пропорционально росту заемного финансирования, то есть в k раз:

$$\text{Проц}_1 = \text{Проц}_0 \cdot k. \quad (16)$$

Новое значение коэффициента процентного покрытия, с учетом формулы (2), составит

$$\begin{aligned}
K_{\text{проц.покр1}} &= \frac{EBIT_1}{\text{Проц}_1} = \\
&= \frac{EBIT_0 \cdot (1 + k) / 2}{\text{Проц}_0 \cdot k} = K_{\text{проц.покр0}} \cdot \frac{1 + k}{2 \cdot k}. \quad (17)
\end{aligned}$$

2.2.2. Предположим, что рост заемного капитала будет осуществляться только за счет банковского кредитования (что является более реалистичным, так как другие организации могут не иметь достаточно свободных финансовых ресурсов для предоставления займов). В этом случае при увеличении заемного капитала в k раз, новая величина заемного капитала ($3K_1$), согласно формуле (5), будет равна:

$$3K_1 = 3K_0 \cdot k. \quad (18)$$

Прирост заемного капитала будет равен

$$\begin{aligned}
\Delta 3K &= 3K_1 - 3K_0 = k \cdot 3K_0 - 3K_0 = \\
&= 3K_0 \cdot (k - 1). \quad (19)
\end{aligned}$$

Новая величина процентных выплат в абсолютном выражении увеличится на величину процентных выплат связанных с приростом

заемного капитала, осуществляемого за счет банковских кредитов:

$$\begin{aligned}
\text{Проц}_1 &= \text{Проц}_0 + \Delta 3K \cdot r_6 = \\
&= \text{Проц}_0 + 3K_0 \cdot (k - 1) \cdot r_6 / 100, \quad (20)
\end{aligned}$$

где r_6 — ставка процента по банковским кредитам.

Новое значение коэффициента процентного покрытия при росте заемного капитала в k раз будет равно

$$\begin{aligned}
K_{\text{проц.покр1}} &= \frac{EBIT_1}{\text{Проц}_1} = \\
&= \frac{EBIT_0 \cdot (1 + k) / 2}{\text{Проц}_0 + 3K_0 \cdot (k - 1) \cdot r_6 / 100}. \quad (21)
\end{aligned}$$

Полученные результаты

В российской экономике имеется значительный резерв роста инвестиций в основной капитал за счет увеличения заемных средств компаний. Значение коэффициента соотношения заемных и собственных средств ($K_{зс}$) для российской экономики в целом на конец 2018 г. составляло 59 % (табл. 3). Следовательно, с точки зрения сохранения финансовой устойчивости заемные средства по экономке в целом могут быть увеличены в 1,7 раза. Заемные средства в УрФО могут быть увеличены 1,9 раза, в Свердловской области — в 1,4 раза, в Тюменской обл. — в 2 раза, в Челябинской обл. — в 1,6 раза. В Курганской области уровень задолженности является избыточным ($K_{зс} > 100\%$), следовательно, резервов увеличения заемного финансирования нет, и заемные средства могут быть увеличены только при увеличении собственного капитала компаний.

Анализ экономики РФ в отраслевом разрезе показывает, что заемные средства могут быть увеличены в металлургическом производстве в 1,1 раза, в остальных обрабатывающих производствах — в 1,3 раза. В производстве нефтепродуктов, производстве удобрений и азотных соединений уровень задолженности является избыточным ($K_{зс} > 100\%$) и рост заемных средств возможен только при увеличении собственного капитала (табл. 3).

Вследствие увеличения долгового финансирования возрастут расходы на выплату процентов, что отразится на величине коэффициента процентного покрытия. Текущее значение коэффициента процентного покрытия по экономике в целом равно 5,6 (табл. 3), что соответствует достаточно высокому кредитному рейтингу А+, выставяемому рейтинговыми агентствами (табл. 4). При увеличе-

нии заемного финансирования в 1,7 раза и сохранении структуры заемных средств на неизменном уровне новое значение коэффициента процентного покрытия, согласно (17), будет равно $K_{\text{проц.покр1}} = 4,41$, следовательно, кредитный рейтинг экономики в целом незначительно снизится — до уровня А (табл. 4).

Если исходить из предположения, что все дополнительные заемные средства будут получены только за счет кредитов банков, то прирост суммы процентов за кредит в абсолютном выражении будет пропорционален ставке процента по банковским кредитам. В качестве значения такой ставки возьмем величину ставки процента по банковским кредитам нефинансовым организациям по кредитам на срок свыше 1 года, среднегодовое значение которой в 2019 г. составляло 9,3 % (рис.). Следовательно, при условии осуществления дополнительного финансирования только за счет кредитов банковской системы с учетом того, что процентная ставка по банковским кредитам примерно в два раза выше, чем существующая средневзвешенная стоимость капитала компании (рис.), новое значение коэффициента процентного покрытия по экономике в целом, согласно (21), составит $K_{\text{проц.покр1}} = 3,2$, что приведет к более значительному снижению кредитного рейтинга — с текущего уровня А+ до значения А— (табл. 4). Снижение кредитного рейтинга компаний может быть для контрагентов сигналом об увеличении риска компании, что может привести к многочисленным отрицательным последствиям, — прежде всего, к повышению процентных ставок по предоставляемым компаниям кредитам, что, в свою очередь, приведет к еще большему снижению коэффициента процентного покрытия и дальнейшему сни-

жению кредитного рейтинга компаний. Кроме того, поставщики могут снизить размеры предоставляемых скидок и сократить величину отсрочек оплаты продукции. Потребители могут отказаться от приобретения продукции предприятий, ставших менее надежными, или потребовать предоставления более значительных скидок и увеличения отсрочки оплаты.

Заключение

Российская экономика имеет значительный потенциал увеличения инвестиций в основной капитал за счет привлечения дополнительного заемного финансирования. Заемные средства по экономке в целом могут быть увеличены при сохранении финансовой устойчивости в 1,7 раза, или на 43,5 трлн руб.

Так как привлечение займов от других организаций приводит лишь к перераспределению финансовых ресурсов между компаниями, а не к увеличению их общего объема, рост заемного финансирования возможен, в первую очередь, за счет увеличения банковского кредитования. Одним из основных препятствий роста финансирования компаний за счет банковского кредитования является высокое значение процентной ставки по банковским кредитам.

Приоритетным условием увеличения финансовых ресурсов реального сектора российской экономики, необходимого для роста инвестиций в основной капитал, является увеличение банковского кредитования. Снижение ставки процента по кредитам банковской системы, предоставляемым нефинансовым компаниям, является важнейшим условием увеличения инвестиций в основной капитал и ускорения темпов экономического роста.

Список источников

1. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег : пер. с англ. М.: Гелиос АРВ, 2017. 352 с.
2. Мински Х. Стабилизировать нестабильную экономику / пер. с англ. Ю. Каптуревского. М.: Изд-во Института Гайдара, 2017. 624 с.
3. Глазьев С. Ю. Рынок в будущее. Россия в новых технологическом мирохозяйственном укладах. М.: Книжный мир, 2018. 768 с. (Коллекция Изборского клуба).
4. Структурно-инвестиционная политика в целях обеспечения экономического роста в России / Под науч. ред. акад. В. В. Ивантера. М.: Научный консультант, 2017. 196 с.
5. Бригхэм Ю., Хьюстон Дж. Финансовый менеджмент. 7-е изд.; пер. с англ. СПб.: Питер, 2016. 592 с.
6. Задорожная А. Н. Порядок определения долговой нагрузки компании // Финансовая аналитика. Проблемы и решения. 2014. № 48. С. 39–50.
7. Merton R. On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates // Journal of Finance. 1974. Vol. 29. P. 449–470.
8. Harris M., Raviv A. The theory of capital structure // The Journal of Finance. 1991. № 46 (1). P. 297–355.
9. Ross S. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach // The Bell Journal of Economics. 1977. № 1, Vol. 8. P. 23–40.
10. Taggart R. A. Consistent valuation and cost of capital expressions with corporate and personal taxes // Financial Management. 1991. № 20 (3). P. 8–20.

11. MacKay P., Phillips G. M. How does industry affect firm financial structure? // *The Review of Financial Studies*. 2005. № 18(4). P. 1433–1466.
12. Брусов П. П., Филатова Т. В. От Модильяни — Миллера к общей теории стоимости и структуры капитала компании // *Финансы и кредит*. 2011. № 3. С. 2–8.
13. Ли Ченг Ф., Финнерти Джозеф И. *Финансы корпораций. Теория, методы и практика* : пер. с англ. М.: Инфра-М, 2000. 686 с.
14. Miller M. H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // *Journal of Business*. 1961. Vol. 34, № 4. P. 411–433.
15. Brennan M., Schwartz E. Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure // *Journal of Business*. 1978. T. 51. № 1. P. 103–114.
16. Leland H. Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure // *Journal of Finance*. 1994. Vol. 49, № 4. P. 1213–1252.
17. Sundaram R., Yermack D. Pay Me Later: Inside Debt and Its Role in Managerial Compensation // Working paper New York University. 2005. P. 1–58.
18. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // *Journal of financial economics*. 1976. № 3(4). P. 305–360.
19. Myers S. C. The capital structure puzzle // *The journal of finance*. 1984. № 39(3). P. 574–592.
20. Titman S., Wessels R. The determinants of capital structure choice // *The Journal of finance*. 1988. № 43(1). P. 1–19.
21. Rajan R. G., Zingales L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data // *The journal of Finance*. 1995. № 50(5). P. 1421–1460.
22. Hasan R., Mitra D., Sundaram A. The determinants of capital intensity in manufacturing: the role of factor market imperfections // *World Development*. 2013. № 51. P. 91–103.
23. Луценко С. И. Финансовая политика российских компаний в условиях долговых ограничений // *Общество и экономика*. 2017. № 10. С. 61–73.
24. Петров М. Б. Обновление экономической парадигмы как предпосылка успешной модернизации российской экономики // *Вестник Уральского государственного университета путей сообщения*. 2011. № 2 (10). С. 23–30.
25. Петров М. Б., Кожов К. Б. Новые подходы к прогнозированию в целях управления развитием больших систем территориальной инфраструктуры // *Инновационный транспорт*. 2017. № 2 (24). С. 3–10.
26. Серков Л. А. Моделирование поиска устойчивых к неопределенностям монетарной и фискальной политик при их кооперационном взаимодействии // *Экономический анализ. Теория и практика*. 2017. № 10 (469). С. 1972–1988.
27. Турыгин О. М. Финансовые ресурсы государственного стимулирования инвестиций в обрабатывающей промышленности // *Фундаментальные исследования*. 2020. № 1. С. 29–33.
28. Лаврикова Ю. Г., Андреева Е. Л., Ратнер А. В. Локализация зарубежного производства как инструмент развития экспортной базы РФ // *Экономические и социальные перемены. Факты, тенденции, прогноз*. 2019. Т. 12. № 3. С. 24–38. DOI: 10.15838/esc.2019.3.63.2.
29. Турыгин О. М. Внутренние источники увеличения финансирования инвестиций в основной капитал компании // *Экономика региона*. 2018. Т. 14, вып. 4. С. 1498–1511.
30. Дамодаран А. *Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов* : пер. с англ.; 5-е изд. М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. 1340 с.

References

1. Keynes, J. M. (2017). *The general theory of employment, interest and money* [Obshchaya teoriya zanyatosti, protsenta i deneg]. Trans. from English. Moscow: Helios ARV, 352. (In Russ.)
2. Minsky, H. (2017). *Stabilizing an unstable economy* [Stabiliziruya nestabilnuyu ekonomiku]. Trans. from English. Moscow: Institute of Gaidar, 624. (In Russ.)
3. Glazhev, S. Yu. (2018). *Ryvok v budushchee. Rossiya v novykh tekhnologicheskoy mirokhozaystvennom ukladakh* [Breakthrough in the future: Russia in new technological and world economic structures]. Moscow: Book World, 768. (In Russ.)
4. Ivanter, V. V. (Ed.) (2017). *Strukturno-investitsionnaya politika v tselyakh obespecheniya ekonomicheskogo rosta v Rossii* [Structural and investment policy for economic growth in Russia]. Moscow: Scientific consultant, 196. (In Russ.)
5. Brigham, U. & Houston, J. (2016). *Fundamentals of financial management. 7th ed.* [Finansovyy menedzhment. 7-e izd.]. Trans. from English. SPb.: Peter, 592. (In Russ.)
6. Zadrozhnaya, A. N. (2014). Procedure for determining company's debt load. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya* [Financial Analytics: Science and Experience], 48, 39–50. (In Russ.)
7. Merton, R. (1974). On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates. *The Journal of Finance*, 29, 449–470.
8. Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355.
9. Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 1(8), 23–40.
10. Taggart, R. A. (1991). Consistent valuation and cost of capital expressions with corporate and personal taxes. *Financial Management*, 20(3), 8–20.

11. MacKay, P. & Phillips, G. M. (2005). How does industry affect firm financial structure? *The Review of Financial Studies*, 18(4), 1433–1466.
12. Brusov, P. P. & Filatov, T. V. (2011). From Modigliani-Miller to general theory of capital cost and capital structure of the company. *Finansy i kredit [Finance and credit]*, 3, 2–8. (In Russ.)
13. Lee, C. F. & Finnerty, J. I. (2000). *Corporate Finance: Theory, Method, and Applications [Finansy korporatsiy. Teoriya, metody i praktika]*. Trans. from English. Moscow: INFRA-M, 686. (In Russ.)
14. Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34(4), 411–433.
15. Brennan, M. & Schwartz E. (1978). Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure. *Journal of Business*, 51(1), 103–114.
16. Leland, H. (1994). Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, 49(4), 1213–1252.
17. Sundaram, R. & Yermack, D. (2005). *Pay Me Later: Inside Debt and Its Role in Managerial Compensation*. Working paper, New York University, 1–58.
18. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305–360.
19. Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592.
20. Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
21. Rajan, R. G. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
22. Hasan, R., Mitra, D. & Sundaram, A. (2013). The determinants of capital intensity in manufacturing: the role of factor market imperfections. *World Development*, 51, 91–103.
23. Lutsenko, S. I. (2017). The financial policy of the Russian companies in the conditions of debt restrictions. *Obshchestvo i ekonomika [Society and economy]*, 10, 61–73. (In Russ.)
24. Petrov, M. B. (2011). Renewal of economic paradigm as a precondition for successful modernization of Russian economics. *Vestnik Uralskogo gosudarstvennogo universiteta putey soobshcheniya [Herald of the Ural State University of Railway Transport]*, 2(10), 23–30. (In Russ.)
25. Petrov, M. B. & Kozhov, K. B. (2017). New approaches to forecasting for the management of the development of large territorial infrastructure systems. *Innovatsionnyy transport [Innotrans]*, 2(24), 3–10. (In Russ.)
26. Serkov, L. A. (2017). Modeling the search for tolerant-to-uncertainty monetary and fiscal policies under their interaction. *Ekonomicheskii analiz: Teoriya i praktika [Economic analysis: theory and practice]*, 10(469), 1972–1988. (In Russ.)
27. Turygin, O. M. (2020). Financial resources of the state stimulation of investments in the manufacturing industry. *Fundamentalnye issledovaniya [Fundamental research]*, 1, 29–33. (In Russ.)
28. Lavrikova, Yu. G., Andreeva, E. L. & Ratner, A.V. (2019). Localization of foreign production as a tool to develop the export base of the Russian Federation. *Ekonomicheskie i sotsialnye peremeny. Fakty, tendentsii, prognoz [Economic and social changes: facts, trends, forecast]*, 12(3), 24–38. DOI: 10.15838/esc. 3. 63. 2. (In Russ.)
29. Turygin, O. M. (2018). Internal sources of increase financing for fixed investments in a company. *Ekonomika regiona [Economy of region]*, 14(4), 1498–1511. (In Russ.)
30. Damodaran, A. (2008). *Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 5th ed [Investitsionnaya otsenka. Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov. 5-e izd]*. Trans. From English. Moscow: Alpina Business books, 1340. (In Russ.)

Информация об авторе

Турыгин Олег Михайлович — кандидат экономических наук, старший научный сотрудник, Институт экономики УрО РАН; доцент кафедры эконометрики и статистики, Высшая школа экономики и менеджмента, Уральский федеральный университет им. первого Президента России Б. Н. Ельцина; Scopus Author ID: 56470828000; <http://orcid.org/0000-0002-9381-2352> (Российская Федерация, 620014, г. Екатеринбург, ул. Московская, 29; e-mail: turigin@mail.ru).

About the Author

Oleg M. Turygin — Cand. Sci. (Econ.), Senior Research Associate, Institute of Economics of the Ural Branch of RAS; Associate Professor, Academic Department of Econometrics and Statistics, Graduate School of Economics and Management, Ural Federal University; Scopus Author ID: 56470828000; <http://orcid.org/0000-0002-9381-2352> (29, Moskovskaya St., Ekaterinburg, 620014, Russian Federation; e-mail: turigin@mail.ru).

Дата поступления рукописи: 04.04.2020.

Прошла рецензирование: 29.05.2020.

Принято решение о публикации: 15.09.2020.

Received: 04 Apr 2020.

Reviewed: 29 May 2020.

Accepted: 15 Sep 2020.